

# **Une analyse de la présence d'administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration : contrôle ou conseil ?**

**Fatma TIFAFI**

Doctorante

CRIFP

IUT NICE

41 Bvd Napoleon III

06041 Nice CEDEX

France

*fatma\_ti@yahoo.fr*

**Dominique DUFOUR**

Maître de conférences

Chercheur au CRIFP

IAE de Nice

av. Emile Henriot

06050 NICE Cedex

*dufour@cannes.unice.fr*

## **Résumé**

Le Conseil d'administration (CA) est au cœur des processus de gouvernement d'entreprise. Nous nous intéressons dans ce travail aux déterminants de la présence d'administrateurs indépendants. Cette étude est conduite sur un échantillon d'entreprises technologiques introduites sur le nouveau marché entre 1999 et 2001. Ce travail permet de mettre en évidence la présence de deux conceptions du rôle du Conseil d'administration : la première privilégie le contrôle et la seconde le conseil.

## **Mots clés**

Composition du conseil d'administration, Comité d'audit, Gouvernement d'entreprise, Entreprises technologiques.

## **Abstract**

The study of the composition of the board of director is one of the main subjects of the corporate governance literature. This paper examines the determinants of the presence of independent directors. We use a sample of 44 French listed technological companies.

## **Keywords**

Board composition, Independent directors, Audit committee, Corporate Governance.

# **Une analyse de la présence d'administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration : contrôle ou conseil ?**

## **1. INTRODUCTION**

L'étude des mécanismes de gouvernement d'entreprise assigne au conseil d'administration (CA) une place centrale. Chargé de représenter les intérêts des actionnaires il apparaît comme l'organe privilégié de contrôle des dirigeants (Short, Keasey, Wright et Hull 1999). L'analyse théorique du conseil d'administration attribue un rôle central aux administrateurs indépendants qui sont chargés de contrôler les dirigeants et de garantir la performance afin de préserver les intérêts des actionnaires. De nombreuses études réalisées aux États-Unis ont eu pour objet de vérifier la réalité de ce rôle disciplinaire et son influence sur la performance de la firme. Le rapport du Medef de 2003 afférent au gouvernement d'entreprise consacre 12 de ses 19 chapitres au CA (MEDEF 2003). L'objectif de cette étude est d'étudier les déterminants de la présence d'administrateurs indépendants au sein de ce CA. Nous nous efforçons d'utiliser - à coté de la vision standard que l'on pourrait qualifier de financière privilégiant le CA comme outil de contrôle - l'approche cognitive développée par G. Charreaux dans un travail de 2000. Notre échantillon de travail est constitué d'entreprises informatiques introduites sur le nouveau marché entre 1999 et 2001. Le choix de cet échantillon a obéi à une double logique : homogénéité des métiers et modestie de la taille. Constituer un échantillon d'entreprises de même métier a pour effet de gommer l'influence de l'appartenance sectorielle. Se limiter à des entreprises de taille réduite permet d'inscrire la problématique du gouvernement d'entreprise hors du cadre habituel de l'entreprise managériale. Ce faisant les choix intervenus en matière de composition du CA sont susceptibles de refléter d'autres objectifs que le simple alignement sur les recommandations des rapports des différents comités ayant travaillé sur le gouvernement d'entreprise.

Ce travail est organisé de la manière suivante. Nous présentons la problématique de la composition du CA en relation avec la thématique du gouvernement d'entreprise (2). Ce développement doit nous permettre de justifier les hypothèses qui seront testées. Le paragraphe suivant (3) est consacré à la présentation des données et de la méthodologie. Les résultats du travail statistique sont ensuite exposés (4). Enfin nous concluons (5).

## 2. COMPOSITION DU CA ET CARACTERISTIQUES DE L'ENTREPRISE

Nous présentons le statut des administrateurs indépendants dans la littérature consacré au gouvernement d'entreprise avant d'examiner la réglementation française en matière de composition du CA et de citer trois rapports français ayant abordé cette question.

### 2.1. GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE ET ADMINISTRATEURS INDEPENDANTS

L'agence de notation Standard and Poor's définit ainsi le gouvernement d'entreprise: *"Corporate governance encompasses the interactions between a company's management, its board of directors, and its financial stakeholders (e.g. shareholders and creditor)"* (Standard and Poor's, 2003, p 1). Dans un travail de 1997, Charreaux et Desbrières lui donnent une acception différente en le définissant comme : « *l'ensemble des mécanismes organisationnels ayant pour objet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions (notamment de financement et d'investissement) des dirigeants, autrement dit, qui gouvernent leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire* » (Charreaux et Desbrières, 1997, p 29).

Cette problématique trouve son origine dans le constat d'une séparation - au sein de certaines très grandes entreprises - entre direction et propriété. Il faut remarquer tout d'abord que cette séparation n'est pas la règle au sein des entreprises cotées sur l'ensemble des marchés boursiers mondiaux (La Porta et alii 1999). Dans le cas de la France, la séparation n'intervient que dans un nombre restreint d'entreprises.

Il y a là une problématique qui date de l'apparition de la grande société par actions. Le développement spectaculaire depuis quelques années des réflexions centrées sur le gouvernement d'entreprise a pour Beck et alii les causes suivantes : *"i) the world-wide wave of privatisation of the past two decades, ii) pension fund reform and the growth of private savings, iii) the takeover wave of the 1980s, iv) deregulation and the integration of capital markets, v) the 1998 East Asia crisis, which has put the spotlight on corporate governance in emerging markets vi) a series of recent U.S. scandals and corporate failures that built up but did not surface during the bull market of the late 1990s"* (Becht, Bolton et Roelle, 2002, p 11). Le cadre conceptuel de la problématique du gouvernement est construit autour de trois piliers : la théorie de l'agence, la théorie des contrats incomplets et enfin la reconnaissance du rôle de la valeur actionnariale. Une importante réflexion s'est alors développée autour d'une approche normative du gouvernement d'entreprise. Il s'est agi de répondre à la question : comment contrôler l'espace discrétionnaire des dirigeants afin de s'assurer que la stratégie qu'ils mettent en œuvre est conforme aux intérêts des actionnaires? Dans cette vision standard du gouvernement d'entreprise, les moyens susceptibles d'être mis en œuvre à cette fin relèvent

de cinq dispositifs : la menace d'OPA inamicales, la présence d'actionnaires disposant de participations importantes, l'activisme actionnarial, l'intéressement des managers et enfin la composition du CA. Dans le principe le CA permet la mise en œuvre de la démocratie actionnariale. Dans les faits, il semblerait qu'il en soit souvent autrement et que l'on assiste à un contrôle du CA par les managers. A cela plusieurs raisons : les managers influencent fortement la composition du CA d'une part et, celui-ci répugne à la confrontation lors de ses réunions. C'est sur la base de ce type de constat qu'une réflexion s'est engagée sur la manière d'améliorer le fonctionnement du CA afin de lui rendre ses prérogatives. L'un des moyens retenus consiste en la nomination d'administrateurs dits indépendants. L'idée est simple : nommer des administrateurs indépendants de l'entreprise et de son management doit permettre une meilleure défense des intérêts des actionnaires. Plusieurs objections peuvent être soulevées (Becht, Bolton et Roelle, 2002, p 42) : qu'en est-il de la compétence ou bien encore de l'information de ces administrateurs indépendants, bien qu'indépendants ils restent rémunérés par l'entreprise et plus encore quel peut être leur apport quand le capital de la société est concentré entre peu d'actionnaires? Une volumineuse littérature s'est développée testant notamment l'influence de la présence d'administrateurs indépendants sur la performance. Le débat a quitté la sphère universitaire pour déboucher sur des rapports visant à inciter les sociétés cotées à s'inspirer de certaines de ses conclusions.

## **2.2. LE STATUT D'ADMINISTRATEUR**

### **2.2.1. Le statut légal d'administrateur**

Le système juridique français offre aux SA le choix entre deux formes d'organisation : la forme traditionnelle dite unitaire : Conseil d'Administration et la forme moderne dite duale : Directoire et Conseil de Surveillance qui se caractérise par une stricte séparation entre direction et surveillance. La mission des membres du CA est ainsi définie à l'article L225-35 du code de commerce : *"Le conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la société et veille à leur mise en œuvre"*. Sa tâche est donc double : orienter et contrôler. L'article L225-58 stipule : *"Le directoire exerce ses fonctions sous le contrôle d'un conseil de surveillance"*. Dans cette seconde forme, il y a éclatement des tâches entre deux instances. Il est nécessaire cependant de relativiser les différences entre les deux formes. Dans son mode de fonctionnement concret, le CA a pu apparaître parfois comme une "chambre d'enregistrement" privée de toute initiative aussi bien en ce qui concerne les orientations qu'en ce qui concerne la surveillance. Pour simplifier la formulation, dans la suite de cet exposé,

nous retendrons les termes d'administrateurs et de CA quelque soit la forme d'organisation retenue : CA ou Directoire et Conseil de surveillance<sup>1</sup>.

Le Code de Commerce limite le nombre de directeurs généraux ou de salariés pouvant être administrateurs. Il ne fait cependant pas mention de la notion d'administrateur indépendant et l'heure ne semble pas être à la mise en œuvre de règles législatives en matière de gouvernement d'entreprise (Marini, 2004). Il est donc nécessaire de chercher dans les différents rapports relatifs au gouvernement d'entreprise pour voir figurer des normes afférentes aux administrateurs indépendants.

### 2.2.2. La notion d'administrateur indépendant

Depuis 1995, plusieurs rapports consacrés au gouvernement d'entreprise ont vu le jour ; rapports émanant des syndicats patronaux ou bien encore des autorités du marché boursier. Si ces rapports n'ont pas la valeur de textes de lois, ils n'en définissent pas moins un ensemble de normes auxquelles l'entreprise est incitée à se conformer. Il permis de penser que plus son capital est ouvert et plus cette incitation est forte ; les risques associés à la transgression apparaissant ici plus importants.

Le premier rapport Vienot définit un administrateur indépendant comme une personne : *"absolument dénuée de tout lien d'intérêt direct ou indirect avec la société ou les sociétés de son groupe"* (Vienot, 1995, p 4). Et le rapport ajoute *"En conséquence, l'administrateur indépendant ne doit pas être : un salarié, le président ou le directeur général de la société ou d'une société de son groupe, au cas où il aurait été salarié, président ou directeur général de la société ou d'une société de son groupe, il doit avoir cessé de l'être depuis au moins trois ans : un actionnaire important de la société ou d'une société de son groupe ni être lié de quelque manière que ce soit à un tel actionnaire ; lié de quelque manière que ce soit à un partenaire significatif et habituel, commercial ou financier, de la société ou des sociétés de son groupe"* (Vienot, 1995, p 10).

Le second rapport Vienot est revenu sur la notion d'administrateur indépendant à propos duquel la définition suivante a été retenue : *"un administrateur est indépendant de la direction de la société lorsqu'il n'entretient aucune relation de quelque nature que ce soit*

---

<sup>1</sup> Au sein de notre échantillon, 22 entreprises ont choisi la forme traditionnelle - CA - et 9 la forme moderne - Directoire et CS.

*avec la société ou son groupe qui puisse compromettre l'exercice de sa liberté de jugement"* (Vienot, 1999, p 17).

Le Rapport Bouton s'est efforcé de préciser le contenu de la notion d'administrateur indépendant. Est indiqué ainsi à la page 9 : *"Dans cette perspective, la qualification d'administrateur indépendant, fréquemment hétérogène aujourd'hui, devrait être débattue par le Comité des nominations et revue chaque année par le Conseil d'administration avant la publication du rapport annuel. Il appartient au Conseil d'Administration sur proposition du Comité des nominations, d'examiner au cas par cas la situation de chacun de ses membres au regard des critères ci-dessous, puis de porter à la connaissance des actionnaires dans le rapport annuel et à l'assemblée générale lors de l'élection des administrateurs, les conclusions de son examen de telle sorte que l'identification des administrateurs indépendants ne soit pas le fait de la seule direction de la société mais du Conseil lui-même. Le Conseil d'administration peut estimer qu'un administrateur, bien que remplissant les critères ci-dessous, ne doit pas être qualifié d'indépendant compte tenu de sa situation particulière ou de celle de la société, eu égard à son actionnariat ou pour tout autre motif, et réciproquement"* Bouton, 2002 p 9). Le rapport ajoute à la page 10 : *"Par souci de clarification, les critères que devraient examiner le Comité et le Conseil afin de qualifier un administrateur d'indépendant et de prévenir les risques de conflit d'intérêts entre l'administrateur et la direction, la société ou son groupe, devraient être les suivants : ne pas être salarié ou mandataire social de la société, salarié ou administrateur de sa société mère ou d'une société qu'elle consolide et ne pas l'avoir été au cours des cinq années précédentes ; ne pas être mandataire social d'une société dans laquelle la société détient directement ou indirectement un mandat d'administrateur ou dans laquelle un salarié désigné en tant que tel ou un mandataire social de la société (actuel ou l'ayant été depuis moins de cinq ans) détient un mandat d'administrateur ; ne pas être client, fournisseur, banquier d'affaire, banquier de financement : significatif de la société ou de son groupe, ou pour lequel la société ou son groupe représente une part significative de l'activité ; ne pas avoir de lien familial proche avec un mandataire social ; ne pas avoir de lien familial proche avec un mandataire social ; ne pas avoir été auditeur de l'entreprise au cours des cinq années précédentes ; ne pas être administrateur de l'entreprise depuis plus de douze ans. S'agissant des administrateurs représentant des actionnaires importants de la société ou de sa société mère, le groupe de travail propose de les considérer comme indépendants dès lors qu'ils ne participent pas au contrôle de la société. Au delà d'un seuil de 10% en capital ou en droits de vote, il convient que le Conseil, sur rapport du Comité des nominations, s'interroge systématiquement sur la*

*qualification d'indépendant en tenant compte de la composition du capital de la société et de l'existence d'un conflit d'intérêts potentiel"* (Bouton, 2002 p 10).

C'est donc à la société de qualifier un ou plusieurs de ses administrateurs d'indépendants en utilisant l'un des critères indiqués par les rapports ci-dessus. Ces définitions données, les rapports encouragent les entreprises cotées à faire figurer des administrateurs indépendants au sein de leur CA. Quand le rapport Vienot 2 fixe l'objectif d'une proportion d'un tiers d'administrateurs indépendants, le rapport Bouton indique que l'objectif devrait être fixé à la moitié dans le cas des "*sociétés dispersés et dépourvues d'actionnaires de contrôle*" (Bouton 2002, p 9). Il faut rappeler que juridiquement, il n'y a pas obligation de faire figurer des administrateurs indépendants dans le CA.

L'introduction du rapport Vienot 1 est intéressante à cet égard. Ce rapport commence ainsi : "*Les privatisations et l'ouverture du marché de Paris aux investisseurs étrangers ont favorisé le rapide développement d'un nouvel actionnariat, souvent peu familier des règles et des pratiques de fonctionnement des conseils d'administration des sociétés cotées françaises et qui est naturellement demandeur d'éclaircissements. Un véritable débat est ainsi né, nourri d'ailleurs par les réflexions qui ont été antérieurement conduites Outre-Atlantique et Outre-Manche sur le " gouvernement " des entreprises*" (Vienot, M 1995, p 1). Le cadre est fixé : privatisations, interventions d'investisseurs étrangers et débat nourri par des réflexions antérieures conduites Outre-Atlantique. La publicité faite autour des affaires Enron et Vivendi a contribué à arrimer le débat relatif au gouvernement d'entreprise à la question des grandes sociétés managériales.

### **2.3. LES DETERMINANTS DE LA PRESENCE D'ADMINISTRATEURS INDEPENDANTS : LES HYPOTHESES TESTEES**

Il est nécessaire à l'orée de ce travail de s'interroger sur la portée du débat sur les pratiques de gouvernement d'entreprise des entreprises que nous avons retenues dans notre échantillon. Leurs caractéristiques - entreprises de l'ex nouveau marché et de fait donc entreprises au capital fortement concentré - les rattachent aux entreprises familiales au sein desquelles il n'y a pas de séparation : direction-propriété.

Deux approches sont possibles. La première - que l'on peut qualifier d'approche financière - consiste à s'intéresser à la morsure des normes édictées par les différents rapports sur des entreprises *a priori* peu concernées par les susdits rapports si ce n'est par le fait qu'elles sont cotées. Dans ce cas, l'adoption de pratiques de gouvernement d'entreprise conformes aux normes indiquerait une volonté de s'aligner sur des standards dans l'objectif d'en tirer des

avantages en termes d'image et donc vraisemblablement en termes de cotation - cours et liquidité (Ginglinger et Hamon, 2003) - ou bien encore d'opportunités de financement. A titre d'exemple, il est permis de citer les travaux consacrés à la gestion du résultat. Plusieurs études ont fait apparaître une incidence positive de la présence d'administrateurs indépendants sur la qualité de l'information comptable produite (Beasley, 1996 ; Chtourou, Bédard et Courteau 2001). Nous insistons sur ces aspects dans la mesure où le gain en termes de rentabilité engendré par le recours à des administrateurs indépendants fait encore l'objet de débat. En résumé, l'entreprise aurait intérêt à augmenter la place des indépendants - si ce n'est pour améliorer sa gestion - tout au moins pour améliorer son image (AMF, 2005).

L'utilisation des travaux de G. Charreaux peut fournir une seconde voie d'investigation complémentaire de la première. Dans une contribution de 2000, cet auteur développe l'idée qu'à coté de l'approche traditionnelle du CA comme instrument de discipline des dirigeants au service des actionnaires - qui est la vision standard du gouvernement d'entreprise - deux autres approches sont possibles : le conseil d'administration comme instrument facilitant la création de valeur pour l'ensemble des parties prenantes et enfin le conseil d'administration comme instrument cognitif aidant à la création de compétences (Charreaux, 2000). C'est cette dernière approche que nous allons utiliser ici. Nous n'entendons pas synthétiser ici toute sa richesse ; nous nous limiterons à une de ses conclusions : *"Dans cette perspective offensive, proactive, qui emprunte aux théories cognitives de la firme le conseil d'administration se voit attribuer un rôle dans la production de nouvelles opportunités ; il contribue au processus d'innovation. Ainsi, une question telle que celle de la composition du CA reçoit une réponse originale. Si dans la perspective financière, la performance dépend du contrôle du dirigeant par le CA qui, en conséquence, devrait être composé très majoritairement d'administrateurs indépendants, dans la perspective stratégique cognitive, le CA doit être composé en priorité des administrateurs pouvant contribuer au mieux à la création de compétences dynamiques et aider le dirigeant à concevoir une vision facilitant l'apprentissage organisationnel. Les qualités demandées aux administrateurs ne se conçoivent plus alors en termes d'indépendance et d'expertise en matière de contrôle, selon la distinction interne/externe, mais en fonction des contributions cognitives pouvant s'intégrer dans un projet collectif. À ce titre, le critère de diversité du conseil prend le pas sur celui d'indépendance"* (Charreaux 2000, p 12). Dans cette seconde approche, l'entreprise n'a pas *a priori* intérêt à augmenter systématiquement le nombre des administrateurs indépendants au sein du CA. En effet, il est permis de penser que si les administrateurs indépendants apportent une vision externe à



l'entreprise, cet apport peut souffrir d'un manque de connaissance des réalités de la vie de l'entreprise (Lawler et Finegold, 2006)

Ce sont les deux approches que nous venons d'évoquer qui vont nous fournir le cadre nous permettant de poser les hypothèses à tester.

Nous avons choisi de tester 3 hypothèses. La première s'énonce ainsi :

H1 : il existe une relation négative entre la présence d'administrateurs indépendants et le poids des actionnaires majoritaires.

Cette hypothèse s'inscrit dans l'approche cognitive de la composition du CA. Plus les actionnaires majoritaires pèsent lourd au sein du capital de l'entreprise, plus il est permis de penser que leur apport en termes d'expertise est fort et moins la présence d'administrateurs indépendants est requise. Beiner, Drobetz, Schmid et Zimmermann (2004) étudient les mécanismes de substitution entre outils de gouvernance. Ils utilisent un échantillon de composé de 235 firmes suisses. Pour ce faire, ils ont recours à cinq mécanismes de gouvernance à savoir : l'actionnariat des administrateurs, actionnariat des externes, taille du conseil et pourcentage des externes dans le conseil. En développant un système d'équations simultanées et en utilisant la méthode des triples Moindres Carrés, les auteurs montrent qu'ils existent des effets de substitution entre l'actionnariat des administrateurs et le pourcentage des externes dans le conseil ainsi que la taille de ce dernier. Par ailleurs, une deuxième relation de substitution est constatée et ce entre l'actionnariat des administrateurs et l'actionnariat des externes. Charreaux et Pitol-Belin (1990) avancent que l'intensité du contrôle exercé par le conseil est inversement proportionnelle au degré de séparation propriété-décision, la nature de cette séparation intervient également. En effet, dans les firmes familiales (ou contrôlées) la fonction disciplinaire est secondaire. Le contrôle relève principalement des actionnaires.

La seconde hypothèse s'énonce ainsi :

H2 : il existe une relation positive entre la présence d'administrateurs indépendants et l'existence d'un comité d'audit.

Cette hypothèse s'inscrit dans l'approche standard de la composition du CA. Mettre en place un comité d'audit doit avoir pour objet de renforcer la crédibilité de l'information comptable émise par la société. En effet, Peasnell, Pope et Young (1998) et Marrakchi et al. (2002) considèrent que l'indépendance du comité d'audit réduit la pratique de gestion des résultats. Le comité d'audit est responsable de la révision et la surveillance de la performance de

l'entreprise tout en respectant ses responsabilités financières ainsi que l'intégrité de la comptabilité de l'entreprise et ses pratiques. Le comité est chargé également de contrôler l'efficacité et l'objectivité des fonctions de l'audit interne et d'évaluer les rapports financiers en s'assurant de leur conformité aux principes standards (Xie, Davidson et DaDalt, 2003).

La troisième hypothèse est la suivante :

H3 : il existe une relation négative entre la présence d'administrateurs indépendants et le nombre de réunions du CA.

Plusieurs raisons nous conduisent à poser cette hypothèse. Il est permis d'avancer qu'elle s'inscrit dans l'approche cognitive de la composition du CA. Une volonté de réunion fréquente du CA est le signe que les dirigeants entendent impliquer fortement les administrateurs de la société dans son existence. Cette implication est *a priori* d'autant plus efficace que les administrateurs ont des liens étroits avec l'entreprise. Plus le CA a la volonté de se réunir fréquemment - dans le but d'assister les dirigeants dans leur prise de décision - et moins la présence d'administrateurs indépendants est requise. Il faut noter ensuite que pour que le CA puisse accomplir de manière satisfaisante sa mission, il est nécessaire de s'assurer que ses membres sont correctement informés (Van den Berghe, L et A, Levrau 2004). Le coût de l'information des membres indépendants s'annonce *a priori* plus coûteux, ce qui pourrait avoir une incidence négative sur la fréquence des réunions (Lawler et Finegold, 2006).

### 3. DONNEES ET METHODOLOGIE

Nous utilisons plusieurs outils pour tester ces hypothèses : l'analyse de la corrélation, les comparaisons de moyennes et enfin la régression logistique.

#### 3.1. LES DONNEES

##### 3.1.1. L'échantillon

Nous avons retenu des entreprises cotées sur le nouveau marché avant la réorganisation de la cote sur le marché parisien. Nous avons limité notre échantillon à des entreprises technologiques dont l'activité est liée à l'informatique : codes NAF 721 et 722. Notre échantillon est constitué de 44 sociétés, la liste figure en annexe. La période de l'étude s'étend

sur les années 2002, 2003 et 2004. Le choix d'un secteur unique a été dicté par la volonté de disposer d'un ensemble d'entreprises confrontées à des conditions d'activité identiques.

### 3.1.2. Description des entreprises étudiées

| Données 2004          |       |       |          |       |            |                  |           |                 |                   |              |
|-----------------------|-------|-------|----------|-------|------------|------------------|-----------|-----------------|-------------------|--------------|
| (Keuros sauf mention) | CA    | VA    | Résultat | CAF   | Actif brut | Capitaux propres | Lever (%) | Rentabilité (%) | Effectif (nombre) | Age (années) |
| Moyenne               | 21461 | 12001 | -2681    | -182  | 61004      | 22843            | 12,34     | 5,27            | 153               | 18,13        |
| Ecart type            | 27059 | 13676 | 14081    | 10041 | 58511      | 26693            | 16,97     | 91,37           | 180               | 18,88        |
| q1                    | 6540  | 1974  | -1169    | -680  | 22500      | 5290             | 0,12      | -14,58          | 33                | 9,79         |
| Médiane               | 13268 | 8182  | 276      | 206   | 35821      | 15037            | 2,55      | 1,73            | 90                | 14,78        |
| q3                    | 23652 | 17010 | 1284     | 1131  | 87380      | 38245            | 19,38     | 8,37            | 193               | 18,44        |

Tableau 1 : caractéristiques des sociétés étudiées

Il est nécessaire de remarquer les faits suivants :

\*\* les entreprises ne sont pas jeunes. L'âge moyen est de 18,13 années. Il ne s'agit donc pas d'entreprises rapidement introduites après leur création. La majorité des introductions de l'échantillon est intervenue en 2000 soit en moyenne plus de 14 années après la création,

\*\* la rentabilité moyenne exprimée est négative, en revanche la rentabilité médiane est positive.

### 3.2. LES CARACTERISTIQUES DU GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE

Quels instruments employer pour caractériser le fonctionnement du Conseil d'Administration dans une société? Répondre à cette question n'est pas tâche aisée. Le plus simple moyen consiste à retenir des indicateurs exprimant des caractéristiques objectives de ce conseil, c'est le choix que nous avons fait. Evidemment, il faudrait pouvoir aller plus loin et par exemple assister à des réunions du Conseil pour analyser les modalités concrètes de ce fonctionnement. Nous n'en avons pas la possibilité; il s'agit d'une limite du type d'approche que nous avons retenu. Cette difficulté est fréquemment présente dans les travaux concernant le gouvernement d'entreprise (Van den Berghe et Levrau, 2003).

Initialement, nous avons retenu les indicateurs suivants :

\*\* la présence d'administrateurs indépendants variable qualitative notée PIND prenant la valeur 1 dans le cas où il y a des administrateurs indépendants et 0 dans le cas contraire ;

\*\* la fréquence des administrateurs indépendants soit le rapport Administrateurs indépendants sur Administrateurs : variable quantitative notée FIND ;

\*\* taille du conseil d'administration : variable quantitative notée TCA ;

\*\* nombre de réunions annuelles du CA : variable quantitative notée REU ;

\*\* enracinement du PDG (mesuré en années) : variable quantitative notée ENR. L'utilisation du nombre d'années est fréquente dans la littérature (Berger et al, 1997 ; Alexandre et Paquerot , 2000) ;

\*\* dualité des fonctions de Directeur Général et de Président du Conseil d'Administration : variable qualitative notée DUAL prenant la valeur 1 dans le cas où les deux fonctions sont assumées par la même personne et 0 dans le cas contraire ;

\*\* présence d'un comité d'audit : variable qualitative notée AUD prenant la valeur 1 dans le cas d'une présence et 0 dans le cas contraire.

### **3.3. LES AUTRES VARIABLES RETENUES**

Nous avons retenu les variables supplémentaires suivantes :

\*\* taille de l'entreprise : variable quantitative notée CA égale au Chiffre d'affaires de l'entreprise ;

\*\* levier d'endettement : variable quantitative notée LEV égale au rapport Dettes sur Capitaux propres,

\*\* propriété des principaux actionnaires : variable quantitative notée MAJ égale à la somme en pourcentage du capital détenu par les actionnaires détenant plus de 5% des actions.

### **3.4. LA MISE EN ŒUVRE DES REGRESSIONS**

Nous examinons les corrélations entre les caractéristiques de gouvernement d'entreprise avant de tester les différences entre les deux sous groupes : sociétés ayant un ou plusieurs administrateurs indépendants et sociétés n'en ayant pas. Enfin nous testons plusieurs régressions logistiques au sein desquelles la présence d'un ou de plusieurs administrateurs indépendants est la variable expliquée.

### 3.4.1. La régression initiale

Pour analyser les déterminants de la composition du CA, nous utilisons la technique de la régression logistique :

$$PIND = a_0 + a_1AUD + a_2MAJ + a_3REU + e$$

Nous attendons les signes suivants :

| Variable | Signe attendu |
|----------|---------------|
| AUD      | +             |
| MAJ      | -             |
| REU      | -             |

Tableau 2 : signes attendus dans la régression

Cette relation est testée sur l'ensemble de la période.

### 3.4.2. Les régressions annuelles

Les conditions dans lesquelles les entreprises mettent en œuvre leurs pratiques de gouvernement d'entreprise changent dans le temps. La publication de différents rapports consacrés au gouvernement d'entreprise constitue d'ailleurs une incitation au changement. Il nous est apparu intéressant de mettre en évidence un éventuel glissement dans les déterminants de la composition du CA. Nous avons construit la même régression sur les trois sous périodes : 2002 ; 2003 et 2004.

## 4. LES RESULTATS DU TRAVAIL STATISTIQUE

Nous décrivons les données, puis nous présentons les corrélations avant de tester les différences entre les deux sous groupes - sociétés ayant des administrateurs indépendants au CA et sociétés n'en ayant pas. Enfin, nous exposons les résultats des régressions testées.

## 4.1. DESCRIPTION DES DONNEES

### 4.1.1. Les caractéristiques du CA

Les trois tableaux ci-dessous synthétisent les caractéristiques du CA de l'échantillon étudié.

|            | TCA 2004 | TCA 2003 | TCA 2002 | REU 2004 | REU 2003 | REU 2002 | EXT 2004 | EXT 2003 | EXT 2002 |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| moyenne    | 5,59     | 5,55     | 5,48     | 7,39     | 6,93     | 8,05     | 1,93     | 1,70     | 1,59     |
| écart type | 2,03     | 1,91     | 1,82     | 3,55     | 3,32     | 5,40     | 1,74     | 1,62     | 1,60     |
| q1         | 4,00     | 4,00     | 4,00     | 5,00     | 4,25     | 4,25     | 0,00     | 0,00     | 0,00     |
| médiane    | 5,00     | 5,00     | 5,00     | 7,00     | 6,00     | 6,00     | 2,00     | 1,50     | 1,00     |
| q3         | 6,75     | 7,00     | 7,00     | 8,75     | 9,00     | 10,00    | 3,00     | 3,00     | 3,00     |

**Tableau 3 : taille, réunions et nombre d'indépendants**

|            | ENR 2004 | ENR 2003 | ENR 2002 | DUA 2004 | DUA 2003 | DUA 2002 | AUD 2004 | AUD 2003 | AUD 2002 |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| moyenne    | 6,36     | 6,28     | 5,71     | 0,68     | 0,73     | 0,73     | 0,27     | 0,20     | 0,20     |
| écart type | 5,21     | 4,79     | 4,58     | 0,47     | 0,45     | 0,45     | 0,45     | 0,41     | 0,41     |
| q1         | 2,37     | 2,00     | 2,08     | 0,00     | 0,00     | 0,00     | 0,00     | 0,00     | 0,00     |
| médiane    | 5,17     | 5,00     | 5,00     | 1,00     | 1,00     | 1,00     | 0,00     | 0,00     | 0,00     |
| q3         | 9,38     | 9,00     | 8,00     | 1,00     | 1,00     | 1,00     | 1,00     | 0,00     | 0,00     |

**Tableau 4 : enracinement, dualité et présence d'un comité d'audit**

|            | PIND 2004 | PIND 2003 | PIND 2002 | FIND 2004 | FIND 2003 | FIND 2002 | MAJ 2004 | MAJ 2003 | MAJ 2002 |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|----------|----------|
| Moyenne    | 0,70      | 0,66      | 0,61      | 0,31      | 0,28      | 0,27      | 57,90    | 57,40    | 56,68    |
| écart type | 0,46      | 0,48      | 0,49      | 0,25      | 0,26      | 0,26      | 18,98    | 19,72    | 20,53    |
| q1         | 0,00      | 0,00      | 0,00      | 0,00      | 0,00      | 0,00      | 45,45    | 45,60    | 40,76    |
| Médiane    | 1,00      | 1,00      | 1,00      | 0,33      | 0,25      | 0,25      | 61,21    | 59,59    | 60,28    |
| q3         | 1,00      | 1,00      | 1,00      | 0,50      | 0,50      | 0,48      | 72,64    | 72,55    | 74,22    |

**Tableau 5 : fréquence, présence d'administrateurs indépendants et poids des actionnaires majoritaires.**

Les éléments suivants retiennent l'attention :

\*\* augmentation de la présence et de la fréquence d'administrateurs indépendants, le pourcentage de sociétés de l'échantillon ayant des administrateurs évolue ainsi : 61% en 2002, 66% en 2003 et 70% en 2004. La proportion d'administrateurs indépendants connaît l'évolution suivante : 27% en 2002, 28% en 2003 et 31% en 2004 ;

\*\* poids important des actionnaires majoritaires - 57% en moyenne-,

\*\* stabilité de la taille du CA,

\*\* augmentation de l'enracinement et de la fréquence d'un comité d'audit,

\*\* réduction de la dualité.

#### 4.1.2. Les corrélations

Afin de ne pas surcharger le tableau, nous présentons les corrélations entre les variables sur l'ensemble de la période 2002-2004.

|      | PIND  | FIND  | TCA   | REU   | ENR   | DUA   | AUD   | MAJ   | LEV   | CA    |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| PIND | 1,00  | 0,79  | 0,35  | -0,08 | 0,12  | -0,29 | 0,19  | -0,32 | 0,20  | -0,02 |
|      | NS    | ***   | ***   | NS    | NS    | ***   | ***   | ***   | NS    | NS    |
| FIND | 0,79  | 1,00  | 0,24  | -0,15 | -0,07 | -0,32 | 0,27  | -0,26 | 0,09  | 0,12  |
|      | ***   | NS    | ***   | NS    | NS    | ***   | ***   | ***   | NS    | NS    |
| TCA  | 0,35  | 0,24  | 1,00  | -0,15 | -0,02 | -0,47 | 0,11  | -0,30 | 0,12  | 0,21  |
|      | ***   | ***   | NS    | NS    | NS    | ***   | NS    | ***   | NS    | **    |
| REU  | -0,08 | -0,15 | -0,15 | 1,00  | 0,37  | 0,27  | -0,10 | -0,20 | 0,28  | -0,05 |
|      | NS    | NS    | NS    | NS    | *     | ***   | NS    | ***   | **    | NS    |
| ENR  | 0,12  | -0,07 | -0,02 | 0,37  | 1,00  | 0,11  | -0,27 | -0,05 | 0,36  | -0,20 |
|      | NS    | NS    | NS    | *     | NS    | **    | ***   | NS    | **    | NS    |
| DUA  | -0,29 | -0,32 | -0,47 | 0,27  | 0,11  | 1,00  | -0,14 | 0,09  | -0,15 | -0,46 |
|      | ***   | ***   | ***   | ***   | **    | NS    | **    | NS    | NS    | ***   |
| AUD  | 0,19  | 0,27  | 0,11  | -0,10 | -0,27 | -0,14 | 1,00  | -0,07 | -0,19 | 0,23  |
|      | ***   | ***   | NS    | NS    | ***   | **    | NS    | **    | ***   | **    |
| MAJ  | -0,32 | -0,26 | -0,30 | -0,20 | -0,05 | 0,09  | -0,07 | 1,00  | 0,10  | -0,18 |
|      | ***   | ***   | ***   | ***   | NS    | NS    | **    | NS    | NS    | NS    |
| LEV  | 0,20  | 0,09  | 0,12  | 0,28  | 0,36  | -0,15 | -0,19 | 0,10  | 1,00  | 0,06  |
|      | NS    | NS    | NS    | **    | **    | NS    | ***   | NS    | NS    | NS    |
| CA   | -0,02 | 0,12  | 0,21  | -0,05 | -0,20 | -0,46 | 0,23  | -0,18 | 0,06  | 1,00  |
|      | NS    | NS    | **    | NS    | NS    | ***   | **    | NS    | NS    | NS    |

Tableau 6 : corrélations entre variables.

Les astérisques correspondent aux seuils consensuels : \*\*\* pour 1%, \*\* entre 1% et 5%, \* entre 5% et 10% et NS au-delà de 10%

Le coefficient calculé est le tau de Kendall, compte tenu des caractéristiques des données utilisées. Ce tableau fait apparaître les corrélations significatives suivantes :

\*\* corrélations significativement positives entre PIND d'une part et FIND, taille, présence d'un comité d'audit d'autre part ;

\*\* corrélation positive mais non significative entre PIND et levier ;

\*\* corrélations significativement négatives entre PIND d'une part et dualité et poids des actionnaires majoritaires d'autre part.

Nous pouvons commencer à interpréter les conditions du recours à des administrateurs indépendants. Ce recours est à l'œuvre au sein d'entreprises caractérisées par une taille, un levier important et la présence de comités d'audit. Par opposition les entreprises ne recourant pas aux administrateurs indépendants présentent les propriétés suivantes : un poids élevé des actionnaires majoritaires associé à une structure du pouvoir dans laquelle le Directeur Général est aussi Président du CA.

## 4.2. LA COMPARAISON DES SOUS GROUPES

Nous divisons ensuite l'échantillon en deux sous groupes : le premier est constitué des sociétés faisant appel à des administrateurs indépendants, le second sous groupe est constitué de sociétés ne faisant pas appel à des administrateurs indépendants. Nous procédons à des tests t de comparaisons de moyennes sur l'ensemble des observations soit trois années. Le tableau qui suit donne les résultats de ces tests. Nous présentons les signes attendus des différences compte tenu de l'analyse des corrélations du développement précédent. Un signe positif signifie donc une plus grande moyenne pour le sous groupe des sociétés ayant un ou plusieurs administrateurs indépendants. Nous présentons ensuite les signes observés ainsi que le caractère significatif de la différence.

|            | Signe attendu de la différence | Signe observé de la différence | Caractère significatif de la différence |
|------------|--------------------------------|--------------------------------|-----------------------------------------|
| <b>MAJ</b> | -                              | -                              | ***                                     |
| <b>REU</b> | -                              | -                              | NS                                      |
| <b>AUD</b> | +                              | +                              | *                                       |
| <b>ENR</b> | -                              | +                              | NS                                      |
| <b>DUA</b> | -                              | -                              | ***                                     |

Tableau 7 : différence entre les sous groupes.

Les signes des différences sont conformes aux hypothèses posées pour les trois premiers indicateurs. Il faut noter que les différences ne sont pas toujours statistiquement significatives.

## 4.3. LES RESULTATS DES REGRESSIONS

Nous présentons dans un tableau unique les résultats des 4 régressions testées.

|                  | Constante | AUD  | MAJ  | REU  | Qualité |
|------------------|-----------|------|------|------|---------|
| <b>2002-2004</b> | +         | +    | -    | -    | 79%     |
| <b>Signif</b>    | 0,000     | 0,03 | 0,00 | 0,10 |         |
|                  |           |      |      |      |         |
| <b>2002</b>      | +         | +    | -    | -    | 75%     |
| <b>Signif</b>    | 0,04      | 0,16 | 0,03 | 0,25 |         |
|                  |           |      |      |      |         |
| <b>2003</b>      | +         | +    | -    | -    | 81%     |
| <b>Signif</b>    | 0,01      | 0,25 | 0,01 | 0,64 |         |
|                  |           |      |      |      |         |
| <b>2004</b>      | +         | +    | -    | -    | 75%     |
| <b>Signif</b>    | 0,01      | 0,26 | 0,01 | 0,37 |         |



**Tableau 8 : résultats des régressions logistiques**

Nous rappelons qu'il s'agit de régressions logistiques dont la variable expliquée est PIND, variable binaire prenant la valeur 1 dans le cas de la présence d'un ou de plusieurs administrateurs indépendants et 0 dans le cas contraire. Nous présentons seulement le signe de la variable explicative dans l'équation, signe indiquant le sens de l'influence; le niveau n'ayant pas de signification directe compte tenu du caractère non linéaire de la relation. Nous indiquons ensuite la probabilité du coefficient calculé sachant l'hypothèse nulle de l'absence d'influence de la variable explicative sur la variable expliquée. La qualité indique le pourcentage d'entreprises correctement classées par le modèle.

Pour les quatre régressions testées, les signes observés sont conformes aux signes attendus. En revanche, les degrés de significativité sont variables.

L'ensemble des résultats statistiques : corrélations, comparaison des sous groupes et régressions linéaires nous conduit à accepter les hypothèses 1, 2 et 3.

## **5. CONCLUSION**

Nous avons choisi d'étudier la présence d'administrateurs indépendants au sein du CA en nous intéressant non pas à son influence sur la performance mais plutôt à ses déterminants. Le contexte des marchés boursiers, incarné par les rapports Vienot1, Vienot2 et Bouton, encourage les sociétés cotées à attribuer une place accrue aux administrateurs indépendants. Il faut remarquer que sur notre échantillon, le nombre de sociétés ayant des administrateurs indépendants progresse sur la période alors même que leurs caractéristiques en termes de concentration de l'actionnariat ne rendent pas véritablement nécessaire cette progression si l'on s'en tient aux motifs mêmes des rapports précités. Le succès du recours à des administrateurs indépendants peut alors paraître paradoxal. En effet, alors que les entreprises ont tendance à demander à leurs salariés un engagement personnel important, il est étrange de constater que la tendance en matière de CA dont la fonction, nous le rappelons est de "déterminer les orientations de l'activité de la société et de veiller à leur mise en œuvre", soit le recours à des membres nécessairement moins impliqués dans la vie de l'entreprise. Dans le cadre de notre échantillon, ce recours semble plus obéir à la volonté de satisfaire un effet de mode qu'à celle de réduire les coûts d'agence dans la mesure où les sociétés étudiées se caractérisent pour la plupart par une confusion entre propriété et contrôle.

Cependant toutes les sociétés étudiées ne font pas appel à des administrateurs indépendants. Il nous est donc apparu intéressant de tenter d'expliquer cette hétérogénéité en utilisant le cadre de l'approche standard du gouvernement d'entreprise mais aussi les apports des travaux de G. Charreaux introduisant une représentation du CA comme instrument cognitif. Cette perspective double nous a permis de poser des hypothèses validées sur la période d'observation. Il apparaît ainsi une relation positive entre présence d'administrateurs indépendants et levier d'endettement et présence d'un comité d'audit d'une part et, une relation négative entre présence d'administrateurs indépendants et poids des actionnaires majoritaires et nombre de réunions du CA d'autre part. Dans cette perspective, il apparaît à l'œuvre deux modèles de gouvernance. Le premier est un modèle de type financier auquel adhèrent les entreprises désireuses d'améliorer leur image en s'alignant sur de bonnes pratiques de gouvernement d'entreprise - ici associée au recours à des administrateurs indépendants. Le second modèle qui privilégie une vision cognitive de la gouvernance s'appuie sur une forte présence des actionnaires majoritaires associée à un nombre élevé de réunions ; ce second modèle se caractérise par un moindre recours à des administrateurs indépendants. Evidemment cette conclusion ne vaut que dans le champ des choix faits en matière d'échantillon et de méthode ; la question de la place des administrateurs indépendants n'est que l'un des éléments de l'ensemble de règles et de pratiques qui constituent le gouvernement d'entreprise.

**Bibliographie:**

- Aharony, J, Lin, C et Loeb, M (1993), « An empirical analysis of the relations between the board of director composition and financial fraud ». *Contemporary Accounting Review*, vol 10, n° 1, pp 61-81.
- Alexandre, P et Paquerot M., (2000) : «Efficacité des structures de contrôle et enracinement des dirigeants», *Finance Contrôle et stratégie*, Vol.3, n °2, pp 5-29.
- AMF, (2005), Rapport AMF 2004 sur le gouvernement d'entreprise et les procédures de contrôle interne des émetteurs faisant appel public à l'épargne. AMF. 25 pages.
- Beasley, M, (1996), « An empirical analysis of the relations between the board of director composition and financial fraud ». *The accounting Review*, vol 71, n° 4, pp 443-465
- Becht, M, Bolton, P, et Roelle, A, (2002), « Corporate governance and control ». European Corporate Governance Institute, Finance Working Paper, n° 2, 2002, 172 pages.
- Beiner, S, Drobetz, W, Schmid, F et Zimmermann, H (2004). "Is Board size an independent corporate Governance mechanism". *Kyklos*, Fasc 3, pp 327-356.
- Berger P.G., Eli O., et David L.Y., (1997): «Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions», *Journal of Finance*, Vol.52, n°4, pp 1411-1438.
- Bouton, D (2002). « Pour un meilleur gouvernement des entreprises cotées » Rapport du groupe de travail présidé par Daniel Bouton. AFEP - AGREF, MEDEF. 33 pages.
- Charreaux.G (2000), "Le conseil d'administration dans les théories de la gouvernance" Pôle d'économie et de gestion (Iae-Latec) Université de Bourgogne. 15 pages.
- Charreaux.G et P.Desbrières. (1997), "Le point sur le gouvernement des entreprises", *Revue Banque & Marchés*, juillet-août 1997, n° 29, pp. 28-34.
- Charreaux G. et Pitol-Belin J.P., 1990 : « *Le conseil d'administration* », Ed. Vuibert Gestion, Paris, 220 pages..
- Chtourou, S, Bédard, J et Courteau, L, (2001), "Corporate governance and earnings management", *SSRN*. 35 pages.
- Ginglinger.E et J.Hamon, (2003) "Gouvernement d'entreprise et liquidité sur le marché parisien". *Projet de recherche. CEREG*. Université Paris-Dauphine. 24 pages.
- La Porta, R, Lopez de Silanes, F et Schleifer, A, (1999), "Corporate Ownership around the world" *Journal Of Finance*. vol 54, n° 2, pp 471-517.
- Lawler, E et Finegold, D (2006) "Who's in the boardroom and does it matter:: the impact of having non-director executives attend board meetings" *Organizational Dynamics, Volume 35, issue 1, , pages 106-115*
- Marini, P 2004. "La place de la norme législative en matière de gouvernement des entreprises". *Les Petites Affiches*. N° 31. 12 février 2004.
- Marrakchi C.S., Bédard J. et Courteau L., 2002: «Corporate Governance and Earnings Management », *Working Paper, SSRN*. 19 pages.
- MEDEF, (2003) «Le gouvernement d'entreprise des sociétés cotées» *MEDEF*, 20 pages.
- Peasnell K. V., Pope P. F. et Young S., 1998: «Outside Directors, Board Effectiveness, and Earnings Management », *Working Paper, SSRN*. 24 pages.
- Short, H, Keasey, K, Wright, M et Hull, A. (1999). "Corporate Governance: from accountability to enterprise" *Accounting and Business Research*. Vol 29, pp 337-352.

Standard & Poor's, (2003) "Corporate governance scores and evaluations", *Standard & Poor's Governance services*. 11 pages.

Van den Berghe, L et A, Levrau, (2003), « Measuring the quality of corporate governance: In search of a tailor-made approach? » *Journal of General Management*, vol 28, n° 3, pp 71-87.

Van den Berghe, L et A, Levrau, (2004), "Evaluating Boards of Directors: what constitutes a good corporate board? » *Corporate Governance: An International Review*, Oct2004, Vol. 12, n° 4, pp 461-478,

Vienot, M (1995) Le conseil d'administration des sociétés cotées Rapport du groupe de travail : Association française des entreprises privées et CNPF. 21 pages.

Vienot, M (1999) Rapport du comite sur le gouvernement d'entreprise . AFEP et MEDEF. 1999. 33 pages.

Xie, B, Davidson, W et DaDalt, P (2003), "Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee" *Journal of Corporate Finance* vol 9 pp 295– 316

### Liste des entreprises étudiées :

|                        |                             |                        |
|------------------------|-----------------------------|------------------------|
| ACCESS COMMERCE        | GAMELOFT SA                 | MICROPOLE-UNIVERS      |
| ACTEOS                 | GENERIX                     | NET 2S SA              |
| ALGORIEL               | GL TRADE                    | NEURONES               |
| ALTI                   | HIGH-CO                     | PHARMAGEST INTERACTIVE |
| AVANQUEST SOFTWARE     | HUBWOO.COM GROUPE CC-HUBWOO | PROLOGUE SOFTWARE      |
| BUSINESS & DECISION    | I G E + X A O               | REPONSE                |
| BUSINESS INTERACTIF    | IB GROUP                    | SODITECH INGENIERIE    |
| CAST                   | ILOG                        | SOFT COMPUTING         |
| CLIENT CENTER ALLIANCE | IMECOM GROUP                | SOLUCOM                |
| COHERIS                | INFOTEL                     | SQLI                   |
| CYBERDECK              | INFOVISTA SA                | SYSTAR                 |
| DALET SA               | ITESOFT                     | SYSTRAN SA             |
| DEVOTEAM               | KEYRUS                      | VALTECH                |
| ESI GROUP              | LINEDATA SERVICES           | WAVECOM                |
| ESKER                  | MEDCOST                     |                        |